

Open Letter to Mr Dominique de Villepin, Prime Minister concerning the proposed merger of Suez and Gaz de France

Dear Prime Minister,

Knight Vinke Asset Management is a committed shareholder of Suez. We specialize in high profile campaigns in defence of institutional shareholders' interests and our recent experiences with companies such as Royal Dutch Shell, Suez and VNU demonstrate that our views carry some weight within the international financial community.

Over the past two years, we and our advisors have spent substantial time and resources analysing the Suez Group and its many subsidiaries and affiliates. Our intervention during the course of 2005 is widely recognised as having contributed to persuading Suez to buy out Electrabel's minority shareholders, despite the initial opposition of its management.

Since February, we have followed with interest the debate surrounding the terms and structure of the proposed merger of Suez and Gaz de France (GDF).

Unfortunately, the transaction as currently structured is both conceptually flawed and deeply contrary to the interests of Suez' shareholders.

The transaction requires the approval of two-thirds or more of the Suez shareholders at a Shareholders' Meeting due to take place at year-end and can be blocked, therefore, by Suez shareholders representing at least a third of the shares represented. The views of Suez' international shareholders will, therefore, be decisive.

Valuation considerations and synergies

We believe that the terms of the proposed merger of Suez and GDF significantly undervalue Suez. On the basis of the current GDF share price, GDF's offer for Suez amounts to only €30.07 per share compared with the midpoint of our estimated valuations of Suez on a stand alone basis (i.e. without GDF) of approximately €40 per share.

Those in favour of the merger point to the synergies which have been promised by the management teams of the two companies, but (i) a substantial amount of these savings have little or nothing to do with the energy sector and/or would in any case apply to combinations with other companies as well, (ii) it will take the two companies six years and we believe substantial investment to achieve this level of synergies, and (iii), most importantly, *there is we believe a very real possibility that the regulators may take the vast majority of the energy related synergies away, either now, in exchange for approval of the transaction, or at some point in the future.*

The main reason for this is that 70% of GDF's EBITDA is derived from its infrastructure businesses, which are regulated. In accordance with EC law, tariffs and access to regulated networks are required to be the same for all customers of the same class, regardless of who owns the network. Information acquired through ownership of the regulated networks cannot be used for the benefit of one market participant at the expense of others. *In principle, therefore, ownership of GDF's infrastructure businesses ought not to bring substantial strategic benefit to Suez (or indeed GDF) without this being in breach of the EC's competition regulations.* If substantial strategic benefits are in fact secured, then we believe that there is a heightened risk that Brussels will intervene at some point to force a sale of the Group's infrastructure businesses.

The limited synergies which do come from merging Suez and GDF arise mainly from those of the latter's businesses which are not regulated – which account for just 30% of its EBITDA. These synergies arise from: (i) the creation of a major gas wholesaling business; (ii) the creation of a major international liquefied natural gas (LNG) business; and (iii) the ability for Suez and GDF to propose a combined offering of gas and electricity to their customers in France.

As a Suez shareholder, we make the following observations. First, we believe that the creation of a major gas wholesaling business by combining Distrigaz and GDF will in effect create a monopoly over wholesale gas supplies in Belgium and, as we have argued, this business runs the risk, now or in the future, of being broken up by the competition authorities. In other words, the synergies that could arise from these activities may be ephemeral. Secondly, we believe that Suez could generate even greater LNG-related synergies from combining with any one of a half dozen other potential partners. Thirdly, there must be some question as to the wisdom of competing head-on with EDF in the French electricity market given its very dominant position.

Proposed Alternative Structure

The proposed merger of Suez and GDF faces a number of obstacles not least of which is the need to explain to France's electorate why the Government supports a plan

which requires that the State reduce its holding in GDF to 34% only two years after having committed to keeping this at over 70% and passed a law to this effect. Were GDF to alter the exchange ratio in favour of Suez' shareholders, so as to give Suez' shareholders fair value, this would result in the State's holding falling to below 34%, which we understand would also be unpalatable from a political point of view.

If your Government and the management teams of Suez and GDF truly wish to pursue this combination, then you should consider not only revising the terms of GDF's offer, to give Suez' shareholders fair value, but also the structure of the transaction, to avoid the need to change the law. If the transaction can be structured so as to address the concerns of the competition authorities, then this would be an added benefit.

We believe that the most obvious solution would be for GDF to make a cash takeover bid for Suez, financed with debt which would be repaid in part through a sale of Suez' infrastructure assets in Belgium and other assets or businesses which are not essential to the strategy.

The amount of borrowings required could be kept to a reasonable level if, prior to GDF's takeover bid, Suez were to distribute to its own shareholders the shares of its environment division (Suez Environment) and its energy services division (SES). This would effectively reduce Suez' size by approximately 40% and re-launch Lyonnaise des Eaux as an independent public company listed on the Paris Bourse.

Based on our estimates of the value of Suez' assets, the transaction might look like this:

Value of Suez at €40 per share	€50.3bn
Less: Spin off of Environment and SES divisions before merger	€22.3bn
Debt initially incurred by GDF for Suez takeover	€28.0bn
Less: Sale of holdings in Belgian infrastructure assets	€8.7bn
Less: Realisation of Suez' non core financial assets	€5.3bn
Incremental debt remaining on balance sheet of GDF-Suez	€14.0bn

A transaction structured along these lines would have a number of advantages:

- The French State would retain an 80% interest in the combined entity, so no change in the law would be required;
- A combined Suez Environment and SES would be listed in Paris as a new CAC 40 company that would, on the basis of the above values, be larger than Véolia. It would also have the potential of playing the role of consolidator in its sectors;
- This solution would retain all the energy-related benefits of consolidating Suez and GDF, thereby creating a European energy champion headquartered in France;
- Borrowings could be refinanced by the sale of Belgian infrastructure assets, thereby reducing pressure from the competition authorities in Belgium; and
- Greater leverage would improve the efficiency of GDF's regulated businesses, which are under-leveraged at present, when compared with companies such as Elia and the UK infrastructure companies for example.

GDF's debt capacity

It has been suggested in some quarters that if GDF were to buy Suez shares for cash and increase its level of balance sheet gearing, this would automatically end up penalising GDF's customers. We do not agree.

First, the prices that GDF can charge for its transmission and distribution businesses are set by CRE, the French regulator, based on its view of the reasonable rate of return on the regulated asset base (RAB) of the transmission and distribution businesses. This rate of return is, we understand, determined on the basis of a target level of

New York, 30 August 2006

debt that the regulator believes the company should have, regardless of the level of debt in reality. This approach is common among European regulators. Increasing the level of debt should not, therefore, have any impact on tariffs.

Secondly, GDF's transmission and distribution businesses are monopolistic infrastructure businesses, with low levels of business risk compared to companies in more competitive sectors such as France Telecom, for example. In principle, the lower level of business risk of these infrastructure businesses ought to allow them to support much higher levels of debt than companies in competitive sectors and most energy regulators are well aware of this. Any regulated infrastructure company that fails to leverage itself to the level that is assumed by its regulator therefore earns less than the cost of capital permitted by the regulator, thereby needlessly destroying value for its shareholders.

Thirdly, as discussed above, the level of borrowing required could be reduced through a spin-off of Suez' Environment and SES divisions, as well as the sale of the infrastructure assets in Belgium, which we believe could fetch higher values than we have assumed if auctioned.

Based on the guidance that the rating agencies have published, we believe that GDF-Suez combined has considerable unused debt capacity that could be used to finance a combination with Suez paid for in cash, while retaining a solid investment grade credit rating and supporting a reasonable level of capital expenditure. The ability for the State to dilute its shareholding from 80% to 70% without any change in legislation means that additional funds could be raised through a capital increase, if required.

Lyonnaise des Eaux as a public company

We have argued before that Suez' Environment division has become the 'poor cousin' to Suez' Energy business, now the Group's core business, and would do better as an independent company.

It is no coincidence that when Suez needed to sell assets in order to pay off its excessive debt, to a large extent these came from the water sector (e.g., Ondeo Nalco, Northumbrian Water).

Suez' management has contested this with claims that there are synergies between its water and electricity businesses but has yet to demonstrate convincingly, with hard figures, that these synergies are of any real consequence. More to the point, we note that Europe's other electricity utilities that have had a multi-utility strategy in the past, such as RWE, United Utilities and Scottish Power, have all disposed of some or all of their water businesses or are in the process of doing so. We have also read with interest an interview given by GDF's management to a leading German newspaper (*Handelsblatt*, 19 March 2006) in which readers were warned against over-estimating potential synergies between the Suez-GDF group's water distribution and energy operations.

We believe that Lyonnaise des Eaux is one of the most efficient companies in its industry from an operational perspective but may have suffered under Suez' ownership from seeing its cash flow diverted to fund the Group's expansion in the energy sector outside of France. Furthermore, since December 2004, Suez has publicly committed to cutting foreign investment in the water sector. As an independent public company with little or no debt on its balance sheet, we believe that a combined Suez Environment and Energy Services group could play the role of consolidator, with ample opportunities to acquire assets in Spain, the UK, Germany and the rest of Europe, thereby also creating jobs in France.

We and our financial advisors believe that a transaction structured along the lines of our proposal would help to achieve the objectives of all the parties involved, whilst respecting France's national interests, and look forward to a constructive dialogue.

Yours sincerely,

Eric Knight
Knight Vinke Asset Management

Knight Vinke Asset Management LLC has retained MacKenzie Partners, Inc. to assist with the gathering of opinions from institutional shareholders of Suez on the subject of the proposed merger and stimulate debate. Suez' institutional shareholders are invited to contact MacKenzie Partners at the following numbers: +44 (0)20 7170 4155 (Europe) or +1 800 322 2885 (USA) or to contact us directly at info@kvamllc.com.

Lettre ouverte à Monsieur Dominique de Villepin, Premier Ministre, concernant le projet de fusion entre Suez et Gaz de France

Monsieur le Premier Ministre,

New York, le 30 août 2006

Knight Vinke Asset Management est un actionnaire engagé de Suez. Nous sommes spécialisés dans les campagnes de grande envergure de défense des intérêts des actionnaires institutionnels. Nos récentes expériences avec des sociétés telles que Royal Dutch Shell, Suez et VNU démontrent que nos opinions ont un certain poids au sein de la communauté financière internationale.

Au cours des deux dernières années, nous avons consacré, avec nos conseils, un temps et des ressources considérables à analyser le Groupe Suez, ses nombreuses filiales et les sociétés dans lesquelles il détient des participations. Notre intervention au cours de l'année 2005 est largement reconnue comme ayant contribué à convaincre Suez de racheter la participation des actionnaires minoritaires d'Electrabel, en dépit de l'opposition initiale de sa direction.

Depuis le mois de février, nous avons suivi avec intérêt les débats entourant les conditions et la structure du projet de fusion entre Suez et Gaz de France (GDF).

Malheureusement, la structure du projet telle qu'elle est actuellement envisagée est à la fois défailante dans son concept et profondément contraire aux intérêts des actionnaires de Suez.

La fusion nécessite l'accord des deux tiers ou plus des actionnaires de Suez au cours d'une assemblée générale qui devrait se tenir en fin d'année, et peut donc être bloquée par les actionnaires de Suez représentant au moins un tiers des voix représentées. L'opinion des actionnaires internationaux de Suez sera, par conséquent, déterminante.

Éléments d'évaluation et synergies

Nous sommes convaincus que les termes du projet de fusion de Suez et GDF sous-valorisent fortement Suez. Sur la base du cours actuel de GDF, l'offre de GDF pour chaque action Suez n'est que de 30,07 €, à comparer avec la moyenne de nos valorisations de Suez seule (à savoir sans GDF) à environ 40 € par action.

Ceux qui militent en faveur de la fusion soulignent les synergies promises par la direction des deux sociétés, mais (i) une part importante de ces économies n'a que peu, ou pas, de rapport avec le secteur de l'énergie et/ou se retrouverait également en cas de rapprochement avec d'autres sociétés, (ii) il faudra aux deux sociétés six années, et selon nous, des investissements considérables, pour atteindre ce niveau de synergies et (iii) surtout, nous sommes convaincus qu'il existe une réelle probabilité que les autorités de la concurrence puissent faire disparaître la grande majorité des synergies touchant au secteur de l'énergie, soit dans l'immédiat, en échange de l'autorisation de la fusion, soit à terme.

La raison principale à cela tient au fait que 70% du résultat brut d'exploitation (EBITDA) de GDF provient de ses activités d'infrastructures, qui sont des activités régulées. Conformément à la réglementation communautaire, les tarifs et l'accès aux réseaux régulés doivent être identiques pour tous les clients de même catégorie, quel que soit le propriétaire du réseau. En outre, l'information acquise en qualité de propriétaire d'un réseau régulé ne peut être utilisée au bénéfice de l'un des acteurs du marché au détriment des autres. Par conséquent, la propriété des activités d'infrastructures de GDF ne devrait pas, en principe, procurer à Suez (ou à GDF) un avantage stratégique substantiel sans violation de la réglementation communautaire en matière de concurrence. Si des avantages stratégiques substantiels sont obtenus dans les faits, il nous semble que cela engendrera un risque accru que Bruxelles intervienne à un moment donné afin de forcer la cession des activités d'infrastructures du Groupe.

Les synergies limitées résultant effectivement d'une fusion de Suez et GDF proviendraient essentiellement des activités non-régulées de cette dernière – qui représentent tout juste 30% de son résultat brut d'exploitation. Ces synergies proviennent de (i) la création d'une activité majeure de vente en gros de gaz, (ii) la création d'une activité majeure sur le marché international du gaz naturel liquéfié (GNL), et (iii) la capacité pour Suez et GDF de proposer une offre combinée de gaz et d'électricité à leurs clients en France.

En qualité d'actionnaire de Suez, nous émettons les observations suivantes. En premier lieu, nous estimons que la création d'une activité majeure de vente en gros de gaz par le rapprochement de Distrigaz et GDF créera en réalité un monopole de la vente en gros de gaz en Belgique. Comme nous l'avons indiqué, cette activité risque, immédiatement ou à terme, d'être démantelée par les autorités de concurrence. En d'autres termes, les synergies qui pourraient résulter de ces activités seraient éphémères. En deuxième lieu, nous estimons que Suez pourrait générer des synergies bien plus importantes sur le marché du GNL par un rapprochement avec l'un d'une demi-douzaine d'autres partenaires potentiels. En troisième lieu, la question de l'opportunité de directement concurrencer EDF sur le marché français de l'électricité doit être posée, compte-tenu de sa position très fortement dominante.

Proposition d'une structure alternative

Le projet de fusion entre Suez et GDF se heurte à de nombreux obstacles. Parmi ceux-ci, et non des moindres, figure la nécessité pour le gouvernement de justifier auprès de l'électorat français les raisons de son soutien à un projet impliquant la réduction de la participation de l'Etat dans le capital de GDF à 34%, seulement deux ans après s'être engagé à en conserver au moins 70% et avoir

adopté une loi en ce sens. Si GDF venait à modifier la parité d'échange en faveur des actionnaires de Suez afin de faire bénéficier ces derniers d'une juste valorisation de leurs titres, cela aboutirait à réduire la participation de l'Etat sous le seuil des 34%, ce qui, nous le comprenons, serait également difficilement acceptable d'un point de vue politique.

Si votre gouvernement et les équipes de direction de Suez et de GDF souhaitent réellement poursuivre ce projet de rapprochement, vous devrez envisager de reconsidérer non seulement les termes de l'offre de GDF, afin de faire bénéficier les actionnaires de Suez d'une juste valorisation de leurs titres, mais aussi la structure de l'opération, afin d'éviter une modification de la loi. Par ailleurs, si la structure de cette opération peut être modifiée de manière à atténuer certains des risques liés à la concurrence, il en résulterait un bénéfice supplémentaire.

Nous estimons que la solution la plus évidente serait pour GDF de lancer une offre publique d'achat sur Suez, financée par de la dette, qui serait remboursée en partie par la cession des actifs d'infrastructures de Suez en Belgique ainsi que d'autres actifs non stratégiques.

Le montant des emprunts nécessaires pourrait être maintenu à un niveau raisonnable si, préalablement à l'offre publique de GDF sur Suez, Suez distribuait à ses actionnaires les titres de sa branche environnement (Suez Environnement) et de sa branche de services à l'énergie et à l'industrie (Suez Energie Services). Cela réduirait la valeur de Suez d'environ 40% et permettrait la réintroduction à la bourse de Paris de la Lyonnaise des Eaux en tant que société indépendante.

Sur la base de nos estimations de la valeur des actifs de Suez, le projet pourrait être structuré de la façon suivante :

Valorisation de Suez à 40 € par action	50,3 mds €
Moins : Distribution aux actionnaires (<i>spin off</i>) de Suez Environnement et de Suez Energie Services (SES)	22,3 mds €
Endettement initialement encouru par GDF pour la reprise de Suez	28,0 mds €
Moins : Cession d'actifs d'infrastructures en Belgique	8,7 mds €
Moins : Cession d'actifs financiers non-stratégiques au bilan de Suez	5,3 mds €
Endettement nouveau restant au bilan de GDF-Suez	14,0 mds €

Une opération structurée de la sorte aurait de nombreux avantages :

- l'Etat conserverait une participation de 80% dans l'entité combinée, de sorte qu'aucune modification législative ne serait nécessaire,
- Suez Environnement serait cotée à la bourse de Paris et rejoindrait le CAC 40. Sur la base des valorisations mentionnées ci-dessus, l'entité combinant Suez Environnement et SES serait d'une taille supérieure à Veolia. Elle disposerait également de la capacité de jouer un rôle de consolideur sur ses marchés,
- cette solution permettrait de conserver tous les avantages relatifs aux activités énergie du rapprochement entre Suez et GDF, créant ainsi un champion européen du secteur de l'énergie dont le siège serait en France,
- les emprunts pourraient être en grande partie remboursés par la cession des actifs d'infrastructures en Belgique, atténuant ainsi les raisons d'une intervention des autorités belges de la concurrence, et
- un effet de levier plus important permettrait d'améliorer le rendement des activités régulées de GDF, qui sont actuellement sous-entendées notamment par rapport à des sociétés comme Elia ou aux sociétés d'infrastructures britanniques, par exemple.

Capacité d'endettement de GDF

Certains ont suggéré que si GDF achetait les actions Suez en cash et augmentait son ratio d'endettement, cela aurait pour effet de pénaliser ses clients. Nous contestons cette analyse.

En premier lieu, les prix pratiqués par GDF pour ses activités de transport et de distribution sont fixés par la Commission de Régulation de l'Énergie (CRE). Celle-ci fixe les prix en fonction de ce qu'elle estime être un taux de rendement raisonnable. Ce taux de rendement serait déterminé sur la base d'un niveau d'endettement hypothétique arrêté arbitrairement par la CRE, nonobstant le niveau d'endettement réel de la société; cette approche est

commune aux régulateurs européens. Par conséquent, l'augmentation du niveau d'endettement ne devrait pas avoir d'impact sur les tarifs.

En deuxième lieu, les activités de transport et de distribution de GDF sont des activités d'infrastructures monopolistiques, comportant un faible risque opérationnel par comparaison avec d'autres sociétés opérant sur des marchés plus concurrentiels, comme France Télécom par exemple. En principe, le niveau moins élevé de risque opérationnel de ces activités d'infrastructures devrait leur permettre de supporter des niveaux d'endettement bien plus élevés que ceux de sociétés opérant en secteur concurrentiel et les différentes autorités de régulation de l'énergie en sont tout à fait conscientes. Toute société d'infrastructures régulées qui s'endette moins que le niveau d'endettement déterminé dans l'absolu par son régulateur gagne donc moins que le coût de capital autorisé par le régulateur, détruisant ainsi inutilement de la valeur pour ses actionnaires.

En troisième lieu, comme indiqué précédemment, le niveau d'endettement requis pourrait être réduit par la distribution de Suez Environnement et de SES aux actionnaires de Suez, ainsi que par la cession des actifs d'infrastructures en Belgique. En effet, nous estimons que ces actifs d'infrastructures belges pourraient atteindre des valorisations plus élevées que celles que nous avons retenues s'ils étaient vendus au plus offrant.

Sur la base des orientations publiées par les agences de notation nous estimons que GDF-Suez dispose d'une capacité d'endettement considérable et inexploitée, qui pourrait être utilisée en partie pour financer l'OPA sur Suez, tout en conservant un *rating* solide (*investment grade*), et en permettant de maintenir un niveau d'investissement raisonnable. La faculté pour l'Etat de diluer sa participation de 80% à 70% sans aucun changement législatif signifie en outre que des fonds supplémentaires pourraient être levés par augmentation de capital, si nécessaire.

La Lyonnaise des Eaux en tant qu'entreprise cotée

Nous avons déjà affirmé que Suez Environnement est devenue le "parent pauvre" de Suez, comparée à l'activité énergie, qui est aujourd'hui le cœur de métier du Groupe; Suez Environnement pourrait mieux se développer en étant indépendante.

Ce n'est pas une coïncidence si, lorsque Suez a eu besoin de céder des actifs pour s'acquitter de sa dette excessive, ces actifs provenaient en grande partie du secteur de l'eau (par exemple, Ondeo Nalco ou Northumbrian Water).

La direction de Suez a contesté cette affirmation, en soutenant qu'il existerait des synergies entre ses activités eau et électricité. Cependant, la direction de Suez doit encore démontrer de façon convaincante, chiffres à l'appui, que ces synergies sont significatives. Plus encore, nous notons que les autres acteurs européens de l'électricité qui ont eu par le passé une stratégie multi-secteurs, comme RWE, United Utilities et Scottish Power, ont tous cédé tout ou partie de leur activité eau ou sont en passe de le faire. Nous avons également lu avec intérêt une interview accordée par la direction de GDF à un quotidien allemand de référence (*Handelsblatt* du 19 mars 2006) dans lequel les lecteurs étaient mis en garde contre une surestimation des éventuelles synergies pouvant résulter de la distribution d'eau et des activités énergie de Suez-GDF.

La Lyonnaise des Eaux, nous semble-t-il, est l'une des sociétés les mieux gérées dans son secteur d'un point de vue opérationnel mais a peut-être souffert sous la direction de Suez de voir son *cash flow* redirigé afin de financer la croissance du Groupe dans le secteur de l'énergie en dehors de France. De surcroît, depuis le mois de décembre 2004, Suez s'est engagée publiquement à réduire ses investissements étrangers dans le secteur de l'eau. Nous sommes persuadés qu'en étant une société cotée, avec peu ou pas d'endettement, Suez Environnement-SES pourrait jouer un rôle de consolideur, avec de nombreuses opportunités d'acquiescer des actifs en Espagne, au Royaume-Uni, en Allemagne et dans le reste de l'Europe, créant ainsi également des emplois en France.

Nous sommes, avec nos conseils financiers, convaincus qu'une opération structurée selon notre proposition permettrait d'atteindre les objectifs de toutes les parties prenantes, tout en préservant les intérêts nationaux français. Nous nous réjouissons à l'avance d'un débat constructif.

Je vous prie de croire, Monsieur le Premier Ministre, à l'expression de ma haute considération.

Eric Knight
Knight Vinke Asset Management